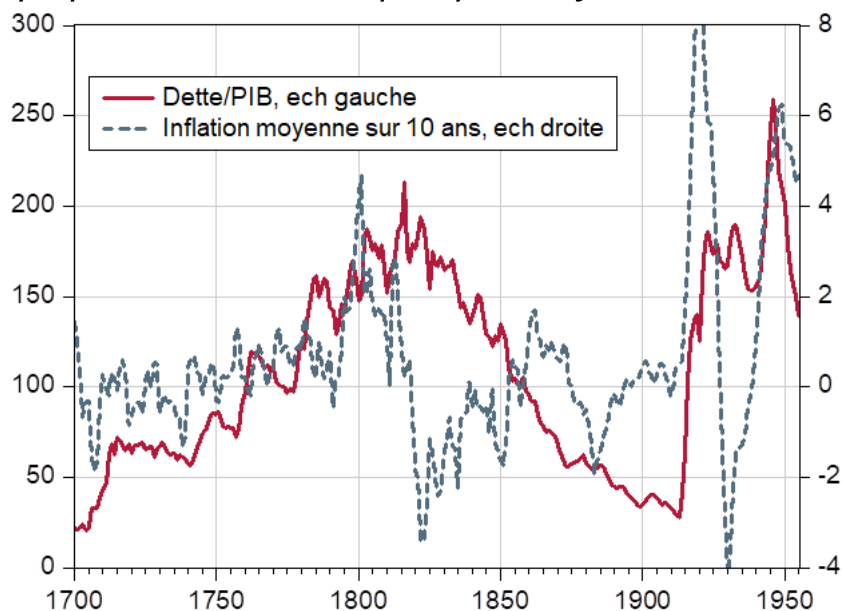


Leçons historiques des fortes augmentations de la dette publique

Par [Vincent Bignon](#) et [Pierre Sicsic](#)

Les fortes augmentations de [la dette publique ont suivi les guerres](#). Si au 20^{ème} siècle elles ont en général débouché sur une forte inflation, cela n'avait pas été le cas lors des siècles précédents. Une des raisons est le cantonnement de cette dette afin de reporter son remboursement dans le futur.

Graphique 1 : Inflation et dette publique au Royaume Uni (1700-1950)



Source: Banque d'Angleterre

Dans l'imaginaire collectif, les après-guerres sont associés à l'inflation voire à l'hyperinflation. Comme les guerres augmentent la dette publique, il est commun d'associer endettement et inflation. Cette impression résulte de l'étude des guerres du 20^{ème} siècle. Quand la focale est élargie vers des cas plus anciens, l'impression s'estompe. Les guerres napoléoniennes ou du 18^{ème} siècle ont conduit à des taux d'endettement dépassant 100% du PIB avec peu d'inflation, à l'instar de l'Angleterre jusqu'en 1914 (Graphique 1).

L'augmentation de la dette publique ne mène donc pas toujours à l'inflation. Pourquoi ? Comment les États ont-ils réduit leur endettement après-guerre depuis 1715 ? Qu'apprend-on sur la gestion de la dette ?

Le plus nécessaire et le plus difficile c'est le tempo

Les guerres anesthésient les économies de marché : les politiques monétaire et budgétaire sont asservies aux dépenses militaires, créant une situation de surliquidité des agents

privés. Après-guerre, le réveil peut être fatal à la reprise à cause d'un dilemme budgétaire de court terme et d'une « tragédie des horizons » économiques.

Sur le plan budgétaire, le gouvernement a un conflit d'objectifs sur l'ampleur de la réduction du déficit budgétaire : de nouvelles dépenses civiles pèsent sur le déficit alors que le gouvernement doit commencer à rembourser sa dette. Le choix est délicat car les dépenses publiques améliorant l'offre (par exemple la remise en état des mines ou du réseau de transports en France après 1918 ou 1945) réduisent les goulots d'étranglement et accélèrent la reprise.

Les gouvernements font face à une « tragédie des horizons » entre soutien de la croissance à court-moyen terme et réduction de l'endettement à long terme. La consolidation budgétaire rétablirait la confiance dans le crédit public et donc limiterait les crises de la dette. Mais elle obérerait la croissance en limitant la dépense publique dans des activités essentielles à la reprise et donc la création des ressources nécessaires au remboursement de la dette.

Sur ces dimensions, tous les après-guerres n'ont pas été égaux. Sans solution à la tragédie des horizons économiques, l'inflation a accéléré, chacun se protégeant d'une trajectoire budgétaire insoutenable. Sans solution au dilemme budgétaire, la croissance a été faible, amplifiant les difficultés budgétaires.

Inflation et dilemme budgétaire après 1918

Après 1918, la conciliation de ces contraintes s'est avérée impossible. L'ampleur de la dette publique précipite les gouvernements au bord d'une falaise de remboursement. Les désaccords sur la politique budgétaire et [sur la taxation du capital conduisent à des fuites de capitaux et à des crises de la dette ou du change](#). L'inflation monte avec chaque crise budgétaire ou du change et à cause d'une demande accrue. Elle a nourri les doutes sur le crédit public en réduisant les ressources fiscales réelles alors que la dette était en partie libellée en or.

Un cercle vicieux s'est parfois enclenché : les crises de la dette ont gêné la reprise, amplifiant les problèmes de remboursement. En Allemagne ou en Autriche, le financement monétaire des dépenses publiques et privées a dégénéré en hyperinflation et en un défaut formel.

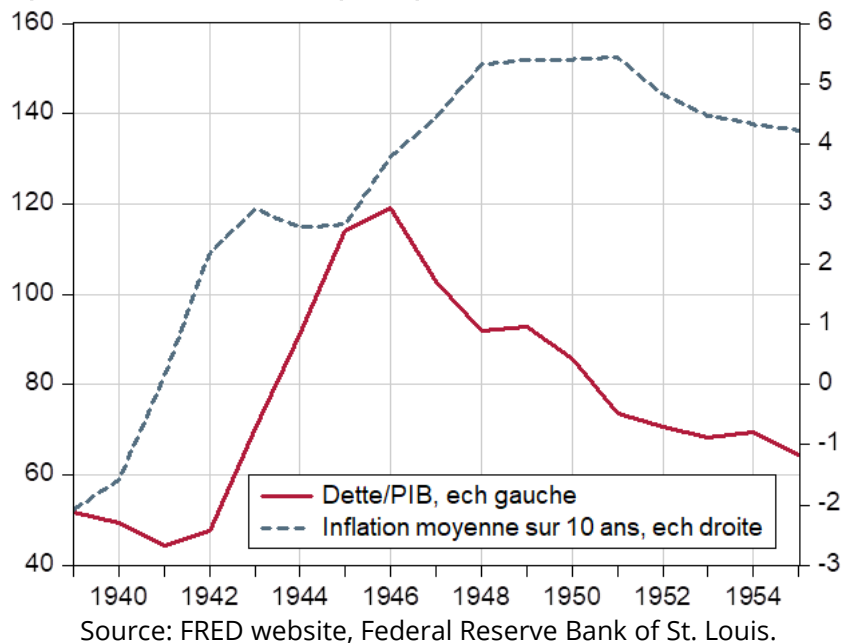
Mécanismes de réduction de l'endettement

Entre 1815 et 1914 puis après 1945, de nombreux pays ont surmonté le dilemme budgétaire et la tragédie des horizons économiques en étalant le remboursement de la dette, évitant des mesures budgétaires restrictives. Cela a été permis par une ingénierie financière de cantonnement, c'est-à-dire de transfert d'une partie de la dette soit dans les banques commerciales après 1945 –par la [répression financière](#)– soit dans des organisations dédiées avant 1914.

Après 1815, la dette a été remboursée sans défaut et sans inflation notable – voire [en déflation au Royaume Uni](#) – car l'étalon-or était un [engagement de retour à l'équilibre budgétaire](#). Au Royaume Uni la dette a baissé de 213% du PIB en 1815 à 154% du PIB en 1825 (graph 1). La croissance démographique – la population étant multipliée par 2,4 entre 1815 et 1913 – a réduit le ratio de dette sur PIB de 125 points.

Après 1945, l'inflation a réduit la charge réelle de la dette. Aux États-Unis, la dette publique est réduite d'un tiers entre 1946 et 1952 par des taux d'intérêt maintenus bas en période d'inflation modérée (graph 2). [L'accord du 4 mars 1951 entre le Trésor et la Fed limite la monétisation](#). Au final, de 1945 à 1974, la dette publique a baissé de 83 points de PIB, [20% étant expliqué par des taux d'intérêt réels négatifs et 40% soit par la croissance soit par le surplus budgétaire](#).

Graphique 2 : Inflation et dette publique en % du PIB au États-Unis (1939-55)



Le génie du passé : cantonner la dette aux 18^{ème} et 19^{ème} siècles

L'apurement des dettes de guerre a toujours duré au moins 20 ans. Pour relâcher la pression que faisaient peser ces dettes sur le budget ordinaire, une solution courante était de la cantonner dans une organisation dédiée dont les ressources – le produit d'une taxe ou d'un monopole – servaient au remboursement graduel.

L'Angleterre cantonne environ 40% de la dette héritée des nombreuses et coûteuses guerres du 18^{ème} siècle dans trois grandes compagnies ayant reçu un monopole public par le Parlement: la [Compagnie des Indes Orientales](#), la [Banque d'Angleterre](#) et, dans une moindre mesure, la [Compagnie des mers du Sud](#).

En France, après 1815, la dette publique est cantonnée à la Caisse des dépôts et consignations et sa jumelle la Caisse d'amortissement. Les dépôts et consignations qu'elles reçoivent leurs

permettent, selon son directeur général de l'époque Jean Bérenger, de « séparer [le gouvernement] du service journalier des arriérés », amortissant ainsi la [hausse de 25 points de PIB de l'endettement](#) causée par le paiement à la Sainte Alliance de l'indemnité de guerre.

Après 1815, [l'Autriche, les Pays-Bas ou la Norvège](#) transfèrent avec succès les dettes en surplomb vers une banque centrale indépendante créée pour l'occasion, les revenus du seigneurage servant à amortir la dette publique détenue.

Le cantonnement à la banque centrale n'est cependant pas aisé. L'histoire, notamment au 18^{ème} siècle, est peuplée des fantômes des banques centrales disparues dans des tentatives de cantonnement. C'est le cas de la [Banque Royale de Law](#) en France pendant la régence, de la [Banque de Vienne](#) à l'aube du 19^{ème} siècle ou de la [Riksbank suédoise au 18^{ème} siècle](#). Ces échecs s'expliquent par l'absence d'indépendance envers le souverain ou le défaut sur la dette cantonnée. Le défaut a détruit la confiance dans la monnaie par [deux fois en Espagne au 19^{ème} siècle](#) ou en [France avec la Caisse d'Escompte](#) en 1788-1792. L'absence d'indépendance a conduit à des renégociations régulières avec le souverain à chaque aléa budgétaire, jusqu'à la mise en péril de la circulation des billets causée par une ruée sur la banque centrale et *in fine* sa liquidation ou sa refondation. La conséquence fut une création monétaire insuffisante.

Leçons conditionnelles

Tout choc augmentant massivement la dette publique n'a pas nécessairement des conséquences désastreuses en termes de défaut ou d'inflation forte. Mais réussir à faire revivre l'économie à la sortie d'une anesthésie prolongée requiert la relance de l'activité, alors même que la gestion des séquelles en termes d'endettement pèse sur le budget public. La solution de nos ancêtres fut une ingénierie financière permettant de séparer les choix budgétaires courants de ceux sur le financement du remboursement de la dette.